

---

## **ФАКТОРЫ «НЕДООЦЕНЕННОСТИ» АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

---

**Симоненко Наталья Васильевна,**

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита Белгородского государственного национального исследовательского университета; simonenko@bsu.edu.ru

**Шварева Виктория Игоревна,**

магистрант кафедры финансов и кредита Белгородского государственного национального исследовательского университета; shvareva@bsu.edu.ru

В международной практике инвестирования на фондовом рынке акции являются наиболее востребованными ценными бумагами. Особенности российского фондового рынка, с одной стороны, и некоторые аспекты дивидендной политики российских корпораций, с другой стороны, формируют так называемую «недооцененность» акций российских компаний. В настоящей работе выявлены основные факторы, определяющие востребованность (или невостребованность) акций российских компаний и сформированы основные направления развития отечественного фондового рынка.

**Ключевые слова:** акции, фондовый рынок, капитализация компании, инвесторы, сделки.

Большая популярность акций как средства инвестирования временно свободных денежных средств обусловлена возможностью получения высоких прибылей, по сравнению с другими известными инструментами фондового рынка.

Так, в отличие от облигаций, отражающих долговые отношения между эмитентом и инвестором, акции являются долевым инструментом вложения средств. И здесь, помимо роста курсовой стоимости, инвестор получает право голоса на собрании акционеров, а так же текущий доход – дивиденд.

Кроме того, надежной защитой от риска невозврата вложенных в акции средств служит торговля такой категорией ценных бумаг, как голубые фишки, акции наиболее высоколиквидных компаний, падение котировок которых значительно менее вероятно по сравнению с остальными акциями фондового рынка.

Также неоспоримым преимуществом вложения в акции высоколиквидных компаний является их высокая капитализация – рыночная стоимость компании, которая рассчитывается умножением количества эмитированных

акций на величину их рыночной стоимости, которая является своеобразным индикатором надежности компании.

Данные приведенной ниже таблицы демонстрируют достаточно существенный рост рыночной капитализации отдельных российских компаний в период 2010-2011 гг.

С формированием устойчивой тенденции и необратимостью развития фондового рынка России интерес инвесторов к акциям российских компаний становится все более активным и массовым. Отсюда актуальной является задача исследования инвестиционной привлекательности акций российских компаний и факторов, влияющих на их рыночную стоимость.

Современный российский фондовый рынок имеет двадцатилетнюю историю и берет свое начало с момента образования Московской межбанковской валютной биржи в 1992 г. и Российской торговой системы в 1995 г.

С декабря 2011 г. в России функционирует одна биржа – ОАО «ММВБ – РТС», вошедшая в «двадцатку» крупнейших бирж мира и в топ-10 мировых лидеров по оборотам срочного рынка.

Таблица

Список крупнейших компаний  
по рыночной стоимости (капитализации) [5]

№ п/п	Компания	Капитализация, млн. руб.		2010 г. к 2009 г., %
		2010 г.	2009 г.	
1.	ОАО «Газпром»	4 177 428,09	3 787 999,0	110,3
2.	ОАО Нефтяная компания «Роснефть»	2 418 398, 2	2 093 352,0	115,5
3.	ОАО «Сбербанк России»	1 816 109,94	1 705 585,0	106,5
4.	ОАО Нефтяная компания «Лукойл»	1 466 626, 22	1 393 197,0	105,3
5.	ОАО ГМК «Норильский никель»	1 359 747,72	998 626,0	136,2
6.	ОАО «ТНК – ВР»	1 196 158, 2	812 000, 0	147,3
7.	ОАО «Новатэк»	1 140 679, 44	657 269,0	173,5
8.	ОАО «Уралкалий»	884 818, 87	307 930,0	287,4
9.	ОАО «Сургутнефтегаз»	874 608, 08	1 042 735,0	83,9
10.	ОАО «Банк ВТБ»	777 009,01	849 396,0	91,5

Объем торгов на фондовом рынке объединенной биржи в 2011 г. достиг 1,05 трлн. долларов, или 30,7 трлн. рублей; на срочном – 1,9 трлн. долларов, или 56,8 трлн. рублей; на валютно-денежном – 7,1 трлн. долларов, или 210,4 трлн. рублей; на товарном – 259 млн. долларов, или 7,6 млрд. рублей [2].

Основным инструментом, обеспечивающим значительные объемы торгов на бирже, являются акции, в том числе и акции российских компаний. Следует отметить, что акции российских компаний торгуются в трех секторах фондового рынка ОАО «ММВБ-РТС»:

1. Основной рынок – наиболее ликвидный биржевой рынок с Центральным контрагентом и полным предварительным депонированием.

2. Standard – рынок с Центральным контрагентом и расчетами Т+4. Помимо основной торговой сессии включает в себя также вечернюю торговую сессию с 19:00 до 23:50.

3. *Classica* – классический адресный рынок акций, без предварительного депонирования бумаг и возможностью расчетов по сделкам в долларах США.

Отличительной особенностью современных финансовых рынков является их стремление к интеграции и глобализации. Российский фондовый рынок является неотъемлемой частью как отечественного, так и мирового финансового рынка, а, следовательно, подвержен влиянию не только внутренних социальных, экономических и политических факторов, но и внешних, в том числе влиянию мировых кризисов.

Российский кризис 1997-1998 гг., произошедший как следствие финансового кризиса на Азиатских фондовых рынках, показал, что менеджеры коммерческих банков оказались несостоятельными в своевременном принятии решений об изменении объема и структуры портфеля акций. Люди, потерявшие свои сбережения в банках, потеряли их и в обесцененных активах фондового рынка, которые практически перестали торговаться и значительно потеряли в ликвидности.

Кризис 2008-2009 гг. возник в России под давлением преимущественно внешних причин, нежели внутренних. Отправной точкой послужил ипотечный кризис в США в 2006 году, постепенно трансформировавшийся из ипотечного в финансовый и затронувший не только Соединенные Штаты. В 2008 г. события приобрели мировой характер и проявились в резком падении цен на нефть со 150\$ до 40\$ за баррель, частичном отказе от доллара как универсальной валюты в международных расчетах, падении мировых фондовых индексов.

Все это обусловило скептическое отношение к фондовому рынку в РФ, в том числе и к акциям российских компаний.

Но, несмотря на негативный внешний фон, макроэкономические показатели в России остаются высокими и даже превосходят аналоги в большинстве развитых и многих развивающихся странах. Причина этого в высоких ценах на нефть. Пока цены на «черное золото» остаются в диапазоне 90–120 долл. за баррель, на экономическом росте России их снижение не скажется [4]. В русле такого сценария развития экономики востребованность акций российских компаний должна быть очень высокой.

Однако в современной инвестиционной практике самыми популярными сферами вложения средств россияне считают покупку недвижимости, вложение денежных средств в золото и драгоценности, а также хранение денег в виде наличности (по данным компании «Russian Realty Research» и Всероссийского центра изучения общественного мнения). Еще одной тенденцией среди населения России стало сокращение денежных вкладов в инвестиционные и пенсионные фонды, а также открытие счетов в банках [6].

При сравнении надежности вложений в валюту и в банк 29,4% россиян отдают предпочтение валюте, 23,9% – банку, остальные (46,7%) – оценивают надежность этих вариантов одинаково. Что касается инвестиций

в активы фондового рынка, то 45% соотечественников считают покупку акций и ценных бумаг слишком рискованным занятием, 14,4% – думают, что ничего рискованного в этом нет, остальные (40,6%) – затрудняются оценить степень указанного риска [3].

В этом контексте международный опыт инвестирования в акции не может считаться в полной мере применимым к российской ситуации, поскольку обычные акции, которые торгуются на бирже в России – это, по сути дела, не совсем то же самое, что называется акциями в большинстве зарубежных стран.

Обращающиеся на бирже ценные бумаги лишь формально юридически обозначают право собственности на соответствующие компании. Фактически же они с собственностью на реальный бизнес почти не связаны.

Возможности влиять на управление компанией у мелких инвесторов практически нет. Но это часто верно и за рубежом. Важнее, что случаев успешной биржевой скупки контрольного пакета акций первоклассной компании российская фондовая биржа практически не знает. Как следствие, имеет место «недооцененности» акций российских компаний.

Кроме того, в российской практике мало применимы многие и так не слишком надежные показатели, которые используются за рубежом, чтобы оценить обоснованность рыночной стоимости акции. Один из самых популярных – отношение цены 1 акции к приходящейся на нее прибыли компании.

Использование этого показателя подразумевает фактическое право акционера на прибыль. В России доля прибыли, идущая на выплату дивидендов, у подавляющего большинства российских акционерных компаний существенно ниже среднемировых показателей. Проведенный анализ позволяет констатировать тот факт, что реальные владельцы компании выделяют портфельным и «народным» инвесторам любую удобную им сумму, распоряжаясь большей частью прибыли преимущественно в своих интересах, не обязательно совпадающих с выгодой компании, акции которой можно приобрести на фондовом рынке.

К государству, выступающему как владелец компании, это относится в еще большей мере, чем к частным владельцам контрольных пакетов. Многие крупные АО, контролируемые государством, тратят огромные средства на навязанные им «государственные» задачи, никак не связанные с получением прибыли для акционера.

Нужно отметить, что большинство компаний, являющихся лидерами по рыночной капитализации, относятся к нефтегазовому сектору, по итогам декабря 2011 года рыночная капитализация российской нефтяного сектора на 26 млрд. долл. оказалась выше совокупной стоимости всех остальных секторов российского фондового рынка, что позволяет в очередной раз сделать вывод о сырьевой направленности отечественной экономики.

Многоаспектность исследуемой проблемы определена, в первую очередь,

многогранностью параметров (характеристик) самого фондового рынка. Развитость фондовой биржи характеризует, прежде всего, количество ее участников.

В Системе торгов фондовой биржи ММВБ на 1 января 2012 года зарегистрирован 808851 уникальный клиент с 1027390 открытых счетов. Отметка в 1 млн. счетов впервые была преодолена в июне 2011 года, но в сентябре количество счетов сократилось до 992850, снова выйдя за 1 млн. уже в октябре.

Больше всего на бирже, конечно, физических лиц – 780760 человек. Юридических – 17259. Также в Москве торгуют 3048 нерезидентов из 100 стран мира, а ещё 5451 человек передали свои счета в доверительное управление.

Количество участников фондовой биржи не определяет количество совершаемых сделок. Кто-то совершает множество сделок каждый день, кто-то – одну в неделю, кто-то и вовсе выходит на биржу пару раз в год. Поэтому среднемесячное количество активных клиентов, то есть тех, кто совершает хотя бы одну операцию за данный месяц, намного меньше. В 2010-2011 гг. количество таких клиентов то возрастало, то опять существенно сокращалось. Так, осенью 2010-го – весной 2011-го годов количество только физических лиц, совершавших сделки на бирже регулярно, превышало отметку 100 тыс. человек.

Российский фондовый рынок, выраженный «в человеках» – крошечный. При условии адекватной экономической политики государства и разумных усилиях брокеров он может вырасти на порядок: миллион реальных частных инвесторов на бирже для России – вполне нормальная цель. Но сложившаяся ситуация не обеспечивает притока инвесторов на фондовый рынок.

Клиенты, как известно, выходят на биржу не сами по себе, а через брокерские компании и банки. Рынок брокеров в России имеет очень высокую концентрацию. Это означает, что из сотен формально существующих брокерских контор более-менее приличных по размеру клиентской базы – единицы. В этой связи следует обратить внимание на то обстоятельство, что первая десятка ведущих брокеров контролирует от 60 до 80% всех активных клиентов на бирже.

Крупнейшие брокеры по общему числу клиентов – с огромным отрывом – Сбербанк и ВТБ24. Это объясняется тем, что участники «народных размещений» акций этих банков чаще всего открывали брокерские счета в тех же банках. Но подавляющая часть этих счетов – «спящие».

Если же учитывать не количество клиентов, а объём проводимых этими клиентами операций, то к концу 2011 года на первую позицию по обороту в основном режиме торгов акциями вышла компания Открытие, обойдя таких лидеров, как Финам и БКС.

Одновременно с количеством инвесторов важнейшей характеристикой фондового рынка является количество совершаемых сделок.

За 2011 год оборот по сделкам с акциями на бирже ММВБ составил 16,2 трлн. рублей, на бирже РТС – 3,3 трлн. рублей (без учёта сделок РЕПО и размещения акций). Всего за год совершено 136 млн. сделок, то есть каждый торговый день заключается несколько сот тысяч сделок между участниками торгов. Средний размер сделки – 143,7 тыс. рублей, при этом на РТС средний размер был намного больше – 247,1 тыс. рублей.

Однако, столь грубое усреднение размера сделок мало говорит о том, что происходит на бирже на самом деле. (Далее – данные по ММВБ). Как выясняется из подробной статистики, всего 20,7% самых крупных сделок дают 85,7% оборота биржи. Соответственно, оставшиеся почти 80 % сделок генерируют менее 15% оборота. Средний размер сделки в «верхних 20%» составляет 548 тысяч рублей.

Если посмотреть чуть глубже, то выяснится, что концентрация рынка ещё сильнее: 45,2% оборота биржи за 2011 год сосредоточено в 1,9% самых крупных сделок. Средний размер такой сделки – 3,2 млн. рублей. Получается, что 98% всех проведённых на бирже сделок с акциями дают лишь немногим более половины оборота, а вторую половину формируют крупные сделки стоимостью от 1 млн. рублей каждая.

В течение 2011 года через биржу прошло 38 сделок стоимостью более 1 млрд. рублей каждая, а совокупный оборот по ним превысил 68,5 млрд. рублей. Интересно, что интенсивность гигантских сделок к концу года резко упала: если за первые три месяца зафиксировано 29 «миллиардных» сделок почти на 52 млрд. рублей, то за последние три месяца – всего две сделки на 7 млрд. рублей. Зато самая крупная сделка года с акциями на бирже была проведена в ноябре. Её сумма составила 5 млрд. 961 млн. 150 тыс. рублей.

На другом конце «линейки» – самые мелкие сделки. Размер 34% сделок (более 41,8 млн. операций) не превышает 10 тыс. рублей. При этом они формируют менее 1% всего оборота биржи.

Самый популярный на бирже размер сделок – от 10 тыс. рублей до 100 тыс. рублей. В этом диапазоне проходит 45% всех операций с акциями (55,3 млн. сделок на 2,16 трлн. рублей; в среднем 39 тыс. рублей). Вероятно, высокая частота таких сделок определяется тем, что в этом диапазоне торгует большинство частных трейдеров и инвесторов. И роботов.

Необходимо подчеркнуть, что эти сделки оказывают весьма ограниченное влияние на цены акций и индексы, так как основная торговля с точки зрения оборота идёт в более высоком диапазоне – от 100 тыс. рублей до 1 млн. рублей (40% оборота или 6,6 трлн. рублей) и от 1 млн. рублей до 10 млн. рублей (30% оборота или 4,9 трлн. рублей). Такие сделки – сфера деятельности инвестиционных и управляющих компаний.

Исследование рынка акций, проведенное СуперИнвестор.Ru, содержит следующие выводы.

99% процентов оборота всего рынка акций на ММВБ в 2011 году про-

шло через 43 бумаги. Если же ограничиться уровнем 95% оборота, то он затронет лишь 17 акций. При более детальном анализе можно утверждать, что почти весь объём торгов концентрируется в «голубых фишках»: шесть «главных» бумаг рынка принимают на себя 80% денег трейдеров и инвесторов. Это Сбербанк (33%), Газпром (23%), Норильский никель, Лукойл, Роснефть и ВТБ (по 4-7% каждая бумага).

Такие предпочтения инвесторов объясняются сочетанием низкого предложения и низкого спроса. В России нет крупных компаний, существенная часть акций которых обращалась бы на бирже, давая инвесторам возможность их покупать и продавать. За каждой компанией стоит либо государство, либо группа крупных частных собственников, зарабатывающих, в первую очередь, на обслуживании финансовых потоков компании. Как следствие, в свободное обращение выводится совсем небольшая доля акций.

С другой стороны, на фондовом рынке недостаточное число розничных покупателей. Ряд аналитиков фондового рынка поднимают вопросы о привлечении иностранных покупателей, которые смогут обеспечить сделки на десяток триллионов рублей. Но в настоящих экономических и политических обстоятельствах это вряд ли возможно.

Российский рынок акций во всех доступных измерениях очень маленький: небольшое количество активных участников торгов; единицы брокеров; недопустимо малое число ликвидных акций. Кроме того, даже на таком небольшом рынке главное место занимают относительно крупные игроки, контролирующие подавляющую часть оборота, остальные же участники торгов не имеют какого-либо значения для рынка и лишь создают фон для действий лидеров.

С одной стороны, это свидетельствует о неразвитости всего: рынка, политики государства, экономики в целом. С другой стороны, такая ситуация формирует «недооцененность» акций российских компаний и не позволяет им иметь адекватную рыночную стоимость.

Таким образом, в основе «недооцененности» акций российских компаний лежат проблемы отечественного фондового рынка.

Кроме того, к числу основных факторов, способствующих повышению ликвидности акций российских компаний, можно отнести:

- общее улучшение финансово-экономического состояния компании, достигаемое в том числе путем проведения финансового оздоровления предприятия и ведущее к улучшению показателей эффективности его деятельности, таких, например, как прибыльность продаж (ROS), доходность капитала (ROE), доходность активов (ROA), прибыль на обыкновенную акцию (EPS) и др.;

- повышение информационной открытости компании, предполагающее активную политику эмитента по обеспечению участников рынка регулярной информацией о своей производственной и финансовой деятельности, в том числе регулярное проведение финансового и производственного аудита,



подготовка ежеквартальных отчетов о деятельности предприятия, ведение бухгалтерского учета по международным стандартам;

– проведение эмитентом благоприятной для инвесторов и профессиональных участников рынка политики, в том числе:

- наличие независимого реестродержателя, упрощенная процедура перерегистрации прав собственности на ценные бумаги, наличие разветвленной сети трансфер-агентов у реестродержателя либо системы удаленных терминалов, разумные тарифы за учет изменения прав собственности на ценные бумаги в реестре акционеров и т.д.;

- отсутствие в уставе акционерного общества разного рода ограничений на потенциальных инвесторов либо на доли их вложений в уставный капитал:

- активная политика эмитента по отношению к потенциальным инвесторам как отечественным, так и зарубежным, включая мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности ценных бумаг (приближение финансовой отчетности предприятия к западным стандартам, обеспечение определенного уровня информационной открытости компании) и расширению возможностей доступа различных групп инвесторов, в том числе иностранных, к рынку бумаг данного предприятия.

Бесспорно, точный прогноз динамики котировок акций российских компаний на ближайший период сделать сложно, так как грядущая опасность – это рост инфляции и возможное краткосрочное торможение темпов восстановления мировой экономики из-за чрезмерного ужесточения монетарной политики. При этом на фондовый рынок по-прежнему будут оказывать давление проблемы с обслуживанием разросшихся долгов ряда стран зоны евро, которые будут обуславливать нервозность на рынках. Можно по-прежнему ожидать высокой волатильности рынка со сменой периодов его снижения и роста. Но рассчитывать на формирование объективного рыночного курса акций российских компаний в ближайшей перспективе вряд ли возможно.

#### **Список источников**

1. Биржа ММВБ-ТС [электронный ресурс]. – URL: <http://rts.micex.ru/>.
2. Деловой портал BFM.ru [электронный ресурс]. – URL: <http://www.bfm.ru/>.
3. Информационно-аналитический портал Профиль [электронный ресурс]. – Куда вкладывают деньги. URL: [http://www.profile.ru/items\\_10381](http://www.profile.ru/items_10381).
4. Капитализация рынков [электронный ресурс]. – URL: <http://quote.rbc.ru/>.
5. Список крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации) на 1 сентября 2011 года [электронный ресурс] // Рейтинговое агентство «ЭКСПЕРТ РА». – URL: <http://raexpert.ru/>.
6. Финансы [электронный ресурс]. – URL: <http://rusinvestclub.ru>.



---

## **THE FACTORS OF «UNDERVALUATION» STOCKS OF RUSSIAN COMPANIES**

---

**Simonenko Nataliya Vasilyevna,**

Ph. D of Economy, Associate Professor of the Chair of Finance and Credit of Belgorod State National Research University;  
simonenko@bsu.edu.ru

**Shvareva Viktoriya Igorevna,**

Candidate for a Master's Degree of the Chair of Finance and Credit of Belgorod State National Research University; shvareva@bsu.edu.ru

As the international practice shows stocks are the most demanded securities. The peculiarities of the Russian stock market on the one hand and some aspects of dividend policy of the Russian companies on the other hand are form so-called « undervaluation» stocks of the Russian companies. This work shows the main factors, which define demand (lack of demand) of stocks of Russian companies and represent principal directions of development native stocks market.

**Keywords:** stock, securities market, the market capitalization of the company, investors, bargain.